

学校编码: 10384

学号: 200314034

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

UDC \_\_\_\_\_

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

证券投资基金治理结构与绩效关系  
的实证研究

An Empirical Study on the Relationship between Fund  
Governance Structure and Fund Performance

吴蔚捷

指导教师姓名: 沈维涛 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2006 年 5 月

论文答辩时间: 2006 年 5 月

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2006 年 5 月

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：  
年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版,有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅,有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索,有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。  
2、不保密（ ）

(请在以上相应括号内打“√”)

作者签名: 日期: 年 月 日  
导师签名: 日期: 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘 要

证券投资基金是适应证券市场发展和广大投资者的客观需求而产生的一种证券投资方式,它具有汇集资金、专家管理、组合投资、分散风险、方便投资的特点,对社会经济和证券市场的发展具有重要的作用。

我国的投资基金是在国外相同金融产品的示范作用下发展起来的,它对于我国更加有效地实现储蓄-投资机制,建立健全的现代企业制度,完善社会保障体制,推动资本市场的成熟与完善具有十分重要的意义。十几年来,投资基金业在我国得到了快速发展的同时,基金治理结构暴露出的问题却日益成为了引人关注的焦点。

基金治理结构所要解决的中心问题是有关基金管理人的激励与监督。基金治理由三类要素组成:内部治理、外部治理和第三方治理。基金治理结构是对各种基金治理要素按照一定规则所做的排列组合。本文的着眼点在于基金的内部治理。

基金持有人基于对基金管理人专业能力的信任,通过购买基金份额或信托单位将资金交由基金经理管理,以期获取一定的风险报酬。基金持有人与基金管理人形成了一种典型的委托代理关系。在这种关系中,委托人与代理人之间的信息是不对称的,基于有限理性和机会主义的行为假设,加之委托人和代理人之间的效用函数不一致,代理人为追求自身效用的最大化,可能做出损害委托人利益的行为,从而产生了证券投资基金结构的代理问题。基金代理问题的主要类型有:由逆向选择而引起的投资资源的分配无效率以及由基金管理人道德风险而产生的自易行为、费用转移、关联交易、投资风险扭曲与从众行为。为控制由此产生的代理成本,治理机制主要有:市场机制、资金控制权机制与投资人权利保护机制。市场机制的有效发挥则取决于投资人权利保护法制的完备,而传统上资金控制权机制的研究取径与实际上经济事实相形渐远。由于投资人权利保护机制可以有效降低基金管理人技术侵占效率。本文以此为基点来研究基金治理结构。

本文以 2004 年中国契约型证券投资基金的相关数据为样本,分析了基金及基金管理公司治理结构特征、基金管理公司独立董事与基金业绩的关系,结果表

明：基金管理公司董事会中具备金融、证券专业知识与工作经验的独立董事人数占董事会人数的比例越高，则基金业绩越高、基金净资产费用率越低，而全部独立董事人数占董事会人数的比例的上述作用却并不显著；基金前十大持有人中机构投资者持有基金数量的集中将有助于基金业绩的提高；而董事会规模、基金管理公司总经理在公司董事会中的地位及基金管理公司高层管理人员进入董事会的人数占董事会总人数的比例对基金业绩无显著的影响。

**关键词：**投资基金；治理结构；基金业绩



## **Abstract**

Investment fund is one of the most important investment tools, which plays an important role in the development of securities market and meets changing investor needs. It raises funds from a wide range of investors, providing them the ability to investment. Investors benefit tremendously from funds. At a relatively low cost, an investor receives a diversified portfolio, professional investment management, spreading risk, convenience, a wide range of choices and service levels. But it isn't just investors who benefit from investment funds it is securities market and the economy.

The investment fund industry in China is of great significance to economic reform and growth, which promotes savings and investment, facilitates the building of modern enterprise regime, advances the social security system reform and prompts the effective operation of capital market. Investment fund industry in China has undergone a dramatic development in terms of total asset, but the existing problems of fund governance structure has been heavily criticized by the academia and the investors.

Strong investment fund governance structure aims to provide effective oversight function and sound incentive scheme that ensure fund management services perform complied with the interests of fund investors. There are three major aspects of fund governance: internal governance, external governance and the third party governance. The fund governance is an array of all kinds of elements according to certain principles. This essay bases on the internal governance aspect.

Basing on the trust of the ethnical standards and the expert skills of fund managers, fund shareholders hand over their assets to fund managers, expecting a certain level of risk return. Because of the information asymmetry between fund shareholders and fund managers, and on the premise of limited rationality and opportunism of each side, fund managers(agent)'s behavior will in many situations conflict with the utility of fund shareholders, thus producing principle-agent problems under the structure of investment fund. The specific principle-agent problems of investment fund may include: inefficient investing allocation arising from the adverse selection, self-dealing, expense-shifting, related transaction, unreasonable risks and

herding behavior deriving from moral hazard of fund manager.

This essay explores empirically the relationship between the characteristics of contractual-type fund governance structure and fund performance. The research is based on the data of both open-end fund and closed-end fund in 2004 in China. We find that the percentage of institutional investors among fund shareholders greatly affects fund performance. The empirical study in this essay also shows that there is significant positive connection between the amount of the professional independent directors in the board and fund performance. However, the empirical result shows that there is no direct relation between the governance characteristics of fund management company and fund performance. This essay also finds that there is significant relationship between the fraction of the fund held by the institutional investors in the top ten fund shareholders and fund performance. There is no evidence that the board size and the composition of board have relations with fund performance.

**Key words:** Investment Fund; Governance Structure; Fund Performance

目 录	
引 言 .....	1
第一章 证券投资基金治理的理论分析 .....	3
一、基金治理结构问题的核心 .....	3
二、证券投资基金中的委托代理关系 .....	5
三、基金治理的制度安排 .....	7
(一)基金治理的自由主义 .....	7
(二)投资人权利的保护与基金治理 .....	9
(三)基金约束 .....	10
四、契约型投资基金与公司型投资基金 .....	14
(一)契约型投资基金与公司型投资基金的定义 .....	14
(二)契约型投资基金与公司型投资基金的治理结构特点 .....	15
第二章 基金治理实证研究文献综述 .....	17
一、国外基金治理实证研究文献综述 .....	17
二、国内基金治理实证研究文献综述 .....	18
第三章 实证研究与分析 .....	21
一、研究假设 .....	21
二、实证研究设计 .....	24
(一)样本选择与数据来源 .....	24
(二)变量定义 .....	24
(三)计量模型 .....	25
三、实证结果与分析 .....	25
(一)基金治理结构特征与基金业绩的实证分析 .....	25
(二)基金治理结构特征与基金费用率的实证分析 .....	28
第四章 结论与建议 .....	30
附 件 .....	32
参考文献 .....	35
后 记 .....	37

厦门大学博硕士论文摘要库

## Contents

<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 Theoretical Analysis of Investment Fund Governance.....</b>	<b>3</b>
<b>1.The Core Problem of Fund Governance Structure .....</b>	<b>3</b>
<b>2.Principle-Agent Relationship of Investment Fund .....</b>	<b>5</b>
<b>3.Investment Fund Governance Mechanism Arrangements .....</b>	<b>7</b>
(1)Laisser Faire of Fund Governance.....	7
(2)The Investor Protection and Fund Governance .....	9
(3)Fund Restriction .....	10
<b>4.Contractual-type Fund and Corporation-type Fund.....</b>	<b>14</b>
(1)Fundamental Concepts of Contractual-type Fund and Corporation-type Fund ...	14
(2)The Governance Structure Characteristics of Contractual-type Fund and Corporation-type Fund .....	15
<b>Chapter 2 A Review of Empirical Research on Fund Governance .</b>	<b>17</b>
<b>1.A Review of Foreign Empirical Research on Fund Governance.....</b>	<b>17</b>
<b>2.A Review of Domestic Empirical Research on Fund Governance .....</b>	<b>18</b>
<b>Chapter 3 Empirical Research and Results Analysis.....</b>	<b>21</b>
<b>1.The Hypothesis .....</b>	<b>21</b>
<b>2.the Format for Empirical Research.....</b>	<b>24</b>
(1)Sample Selection and Data Sources .....	24
(2)the Definition of Variables .....	24
(3)Econometric Model .....	25
<b>3. Empirical Results and Analysis .....</b>	<b>25</b>
(1)The Empirical Study on the Relationship Between the Characteristics of Fund Governance Structure and Fund Performance.....	25
(2)The Empirical Study on the Relationship Between the Characteristics of Fund Governance Structure and Fund Expense Ratio.....	28
<b>Chapter 4 Conclusion and Suggestions.....</b>	<b>30</b>
<b>Appendix.....</b>	<b>32</b>
<b>Reference .....</b>	<b>35</b>
<b>Postscript .....</b>	<b>37</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## 引 言

证券投资基金是一种组合投资形式，它是直接融资中具有影响力的一种工具，它具有资本集中、专家管理、风险分散、收益较高、成本较低等特征和优势。证券投资基金 1860 年在英国诞生，迄今已有 140 多年的历史。进入 20 世纪 70 年代后，在发达国家和地区飞速发展。目前，全球基金市场规模已超过 16 万亿美元，基金数量逾 5 万只<sup>①</sup>。其中美国最发达，基金规模占世界基金 50% 以上。

**表 1-1 1998-2004 年美国共同基金市场发展情况<sup>②</sup>**

年 份	共同基金资产净值 (百万美元)	共同基金数量
1998	5,867,187	10376
1999	7,264,471	11499
2000	7,424,145	12676
2001	7,433,144	13449
2002	6,776,291	13884
2003	7,969,541	13921
2004	8,792,384	14067

资料来源：ICI:2005 mutual fund fact book,2005 年 5 月。

从 1991 年来，我国基金业已经在风风雨雨中走过了十余年的成长之路。与国外上百年的基金发展历史相比，这样一段“超常规发展”的每一次跨越都令人瞩目。近 8 年来，基金市场份额呈现了阶梯型增长态势，基金规模正迅速扩大；随着《证券投资基金法》的正式实施，基金市场正迈向法制化、规范化发展阶段。

<sup>①</sup>ICI,2005 mutual fund fact book。

<sup>②</sup>投资基金在各国的称谓不尽相同，在美国通称为“共同基金”或“投资公司”；在中国大陆，一般统称为“证券投资基金”。

表 1-2 1998-2004 年我国基金市场发展状况

年份	基金资产净值（亿元）	基金数量
1998	103.64	5
1999	473.57	23
2000	845.77	39
2001	765.65	52
2002	1112.92	71
2003	1572.74	110
2004	3244.88	154

资料来源：中国证券监督管理委员会：《2004 年中国证券期货统计年鉴》，百家出版社，2004 年 4 月。

与成熟的市场经济国家相比，我国基金数量、规模尚有很大差距，但发展迅速。在快速发展的同时，也暴露出大量的问题，成为我国资本市场上引人关注的焦点。特别是某些基金管理公司的暗箱违规操作、基金经理人违法经营、私募基金的违法存在和违规操作等，严重地损害了基金投资者的切身利益。投资基金在运作过程中的诸多问题，归根到底都是由于我国目前各种类型投资基金治理结构不完善。投资基金治理结构问题目前已成为我国投资基金业进一步发展必须面对和解决的重大问题。我国证监会等管理层采取各种措施，加快完善投资基金法律体系，要求基金管理公司不断完善法人治理结构，加强对基金设立运作监督和管理。那么目前基金及基金管理公司的治理特征对基金绩效产生怎样的作用？在基金管理公司董事会中设立独立董事能实现其制度设计者的初衷吗？这正是本文试图通过以下的研究而具体回答的问题。

本文的结构如下：第一章是证券投资基金治理的理论分析；第二章是对国内外有关证券投资基金治理实证研究的文献回顾；第三章是实证研究与分析；第四章是结论与建议。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库